

University of Groningen

## De waarderingseffecten van aandelenemissies

Houweling, Frances; Scholtens, Bert

*Published in:*  
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

**IMPORTANT NOTE:** You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

*Publication date:*  
2007

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

*Citation for published version (APA):*  
Houweling, F., & Scholtens, B. (2007). De waarderingseffecten van aandelenemissies. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81(9), 414-419.

### Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

### Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

*Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.*

# De waarderingseffecten van aandelenemissies

Frances Houweling en Bert Scholtens

**SAMENVATTING** We onderzoeken de invloed van waarderingseffecten van de aankondiging van aandelenemissies door ondernemingen genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs van 1991 tot 2006. Met behulp van een *event study* vinden we in vergelijking met de Verenigde Staten slechts zeer geringe negatieve abnormale returns.

## 1 Inleiding

Financieringsbeslissingen hebben invloed op de waarde van een onderneming. Dit geldt bij uitstek voor de financiering van activiteiten door de uitgifte van aandelen. Op de korte termijn blijken de aandelen van emitterende bedrijven dikwijls slechter te renderen dan de markt als geheel (Meidan, 2005). Loughran en Ritter (1995) vinden zelfs dat bedrijven die aandelen uitgeven in de Verenigde Staten gedurende vijf jaar na emissie nog steeds slechtere beursprestaties laten zien dan het gemiddelde. Wij onderzoeken het kortetermijneffect van vervolgemissies (*seasoned equity offerings*)<sup>1</sup> op de koersen van aandelen van ondernemingen die genoteerd staan aan de Amsterdamse effectenbeurs. Een vervolgemissie betreft de uitgifte van aandelen door een onderneming die al aan de beurs genoteerd is. Het effect van zo'n emissie op de koers van het aandeel kan zowel positief als negatief zijn. De verklaringen daarvoor behandelen we in paragraaf 2. Ons onderzoek geschiedt met behulp van een *event study*.

F. Houweling schreef haar scriptie over *seasoned equity offerings*. Ze studeert momenteel aan de Ewha University of Seoul in Korea. Ze is begeleid door Prof. Dr L. J.R. Scholtens, bijzonder hoogleraar bij het Center for International Banking, Insurance, and Finance van de Rijksuniversiteit Groningen (Dierenriemstraat 100, 9742 AK Groningen, tel. 050 – 3637064; email: L.J.R.Scholtens@RUG.NL).

Centraal daarin staat het opsporen van zogenaamde abnormale returns. Dat zijn de verschillen tussen de werkelijke en de verwachte aandelenreturns. Een korte uitleg van de *event study* methodiek vindt plaats in paragraaf 3, waar ook de data worden geïntroduceerd. Vervolgens presenteren we onze resultaten in paragraaf 4. We vinden significant negatieve abnormale returns op de event dag. Daarna wisselen positieve en negatieve abnormale returns elkaar af. De abnormale returns blijken aanzienlijk lager te zijn dan die welke gevonden worden voor vervolgemissies in de VS. We proberen deze verschillen te duiden aan de hand van de eerder behandelde verklaringen voor het optreden van abnormale returns.

## 2 Achtergronden

Om de invloed van vervolgemissies op de rendementen van het aandeel te bepalen gaan we eerst na waarom bedrijven aandelen emitteren. Dittmar en Thakor (2007) behandelen deze cruciale vraag vanuit de leer der ondernemingsfinanciering. Wij gebruiken dit artikel als basis voor het schetsen van de achtergronden van ons eigen onderzoek.

Dittmar en Thakor (2007) constateren dat ondernemingen vaak aandelen emitteren als de koersen hoog zijn. Dat is niet consistent met de trade-off theorie en evenmin met de pecking-order benadering van de vermogensstructuur. De trade-off theorie stelt namelijk dat de beslissingen van een onderneming de vermogensstructuur sturen in de richting van het punt waarbij de marginale kosten van die structuur (bepaald door faillissements- en agency-kosten) gelijk zijn aan de marginale baten (bepaald door het belastingvoordeel en de vermindering van de vrije kasstroom). Een hogere aandelenkoers leidt tot een lagere hefboom van de schuld en zou daarom moeten leiden tot de uitgifte van vreemd vermogen. Maar het blijkt dat ondernemingen dan juist meer aandelen emitteren (Asquith en Mulins, 1986; Baker en Wurgler, 2002). De pecking-

order-benadering van Myers en Majluf (1984) poneert dat managers beter geïnformeerd zijn dan beleggers, hetgeen aanleiding is tot kosten van adverse-selectie die groter kunnen zijn dan de kosten en baten die genoemd zijn bij de trade-off theorie. Daarom zullen ondernemingen nieuwe activiteiten eerst trachten te financieren met ingehouden winst, dan met vreemd vermogen en pas in uitzonderlijke (stress) situaties met aandelen. Fama en French (2005) vinden empirisch bewijs tegen deze benadering. Zo constateren zij dat ondernemingen regelmatig aandelen emitteren en dat dat juist niet gebeurt als ze zich in uitzonderlijke situaties bevinden.

Wat zou dan wel een verklaring kunnen vormen voor het verschijnsel dat aandelenemissies vooral geschieden bij hoge beurskoersen? Volgens Baker en Wurgler (2002) is het mogelijk dat ondernemingen trachten te profiteren van de hoge koersen. Ze emitteren wanneer het aandeel overgewaardeerd wordt door irrationele beleggers die hun waardering niet bijstellen als er informatie bekend gemaakt wordt over de emissie. Een andere verklaring van Baker en Wurgler (2002) is dat ondernemingen aandelen zullen uitgeven als de koersen hoog zijn in het geval er sprake is van geringe adverse selection. Ze menen dat adverse selection – net als de koersen – varieert in de tijd. In feite is deze tweede verklaring een dynamisering van de statische pecking-order-benadering. Dittmar en Thakor (2007) komen met een derde mogelijke verklaring. Zij gaan ervan uit dat de beslissing van een manager om te emitteren afhangt van de wijze waarop deze beslissing de investeringskeuzes van de onderneming beïnvloedt en hoe dit op haar beurt de aandelenprijs na de investering zal beïnvloeden. De manager heeft namelijk niet alleen oog voor de beurskoers van het bedrijf op de korte termijn (dat wil zeggen direct na de investeringsbeslissing), maar ook voor de beurswaarde op de lange termijn (dat wil zeggen nadat de investering geïmplementeerd is en kasstromen genereert).

Beleggers passen de prijzen van aandelen aan als er vervolgemissies plaatsvinden. Een toename van de waarde van de onderneming kan optreden als de emissie gebruikt wordt voor een (reële) investering die waardegroei tot stand kan brengen (Asquith en Mullins, 1986). Maar de waarde kan ook verminderen als emittenten een informatievoorsprong hebben op beleggers (Masulis en Konwar, 1986). Uit onderzoek naar de invloed van aandelenemissies in de VS blijkt meestal dat er significante negatieve abnormale returns optreden bij de aankondiging van een vervolgemissie (Asquith en Mullins, 1986; Masulis en Konwar, 1986; Loughran en Ritter, 1995, 1997; Teoh

et al., 1998; Meidan, 2005).

Wat is de mogelijke oorzaak van dit effect? Scholes (1972) wijst hiertoe op de dalende vraagcurve van aandelen: als er meer aanbod is van een aandeel moet de prijs ervan dalen om een nieuw evenwicht tot stand te brengen. Dit veronderstelt dat alle aandelen uniek zijn en geen substitutie mogelijk is. Volgens Modigliani en Miller (1958) is het belangrijkste effect van de uitgifte van nieuwe aandelen de verandering van de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Als de schuldratio (vreemd vermogen ten opzichte van totaal vermogen) van de onderneming kleiner wordt verdwijnt een deel van het belastingvoordeel en daalt de intrinsieke waarde van de onderneming. Daarbij daalt het risico op de schuld en verschuift een deel van de waarde van de aandeelhouders naar de leningverstrekkers. Uiteraard geldt hierbij de veronderstelling van gelijkblijvende overige omstandigheden. De vermogensratio's zullen niet alleen veranderen door de emissie zelf, maar ook door de uitvoering van de activiteiten die aanleiding waren voor de emissie.

Een andere verklaring is de signaalwerking van de emissie. Het signaal kan twee vormen aannemen. Ten eerste geeft het verlagen van de schuldratio aan dat managers niet geloven in voldoende toekomstige kasstromen en dat ze zich zorgen maken over de financiële positie van de onderneming. Een hogere schuldratio brengt namelijk meer verplichtingen met zich mee. Daarnaast vermindert bij een emissie de fractie aandelen die de managers zelf houden. Deze diversificatie is gunstig voor managers, omdat het riskant is een portefeuille met veel dezelfde (eigen) aandelen aan te houden. Een geringer aandelenbezit van de manager in de eigen onderneming geeft dus een negatief signaal af aan investeerders (Leland en Pyle, 1977; Masulis en Konwar, 1986; Schultz en Zaman, 2001).

Daarnaast is er de adverse selection theory. Hierbij geldt de opvatting dat managers alleen nieuwe aandelen uit zullen geven als deze door marktparticipanten zijn overgewaardeerd. Managers weten immers dat extra eigen vermogen aantrekken dan een relatief goedkope manier van financieren is. Rationele investeerders zullen daarom na aankondiging van een emissie de waarde van het aandeel neerwaarts bijstellen. Loughran en Ritter (1997) vinden empirisch bewijs voor deze opvatting. Hun studie laat zien dat de winstgevendheid van emitterende bedrijven substantiële verbeteringen toont vóór emissie, die daarna weer gauw verdwijnen. Naar aanleiding van onder andere deze resultaten stellen Loughran en Ritter dat de meeste emitterende bedrijven profiteren

van asymmetrische informatie bij het uitgeven van aandelen. Daarnaast zijn er ook managers die bewust schuiven met de resultaten om investeerders te misleiden (Korajczyk, 1995; Lee, 1997).

Op grond van de verklaring die Dittmar en Thakor (2007) aandragen zal de koersreactie op de financieringsbeslissing van de onderneming afhangen van het oordeel van de beleggers over deze beslissing. Als de manager adequaat kan anticiperen op de mate van overeenstemming tussen haar eigen visie op wat een goed investeringsproject is en hoe de beleggers daarover denken, dan kan ze zich een goed beeld vormen van de mogelijke koersreactie op de investeringsbeslissing. Bij Dittmar en Thakor is het juist deze verwachting die de investeringsbeslissing bepaalt en de mate van overeenstemming tussen manager en belegger maakt dan onderdeel uit van de financieringskeuzes van de manager. Dittmar en Thakor (2007) verwachten dat ondernemingen aandelen uitgeven als de koersen hoog zijn en als er tegelijkertijd een hoge mate van overeenstemming is tussen beleggers en managers over wat een goede investering is en wat niet.

Wij zijn geïnteresseerd in de vraag of het in de VS geconstateerde fenomeen ook opgaat in Nederland. Daartoe onderzoeken we vervolgemissies op de Amsterdamse effectenbeurs van 1991 tot 2006. Onze nulhypothese luidt als volgt: een vervolgemissie heeft geen abnormale returns tot gevolg bij de onderneming die de aandelen uitgeeft. De alternatieve hypothese luidt: een vervolgemissie heeft abnormale returns tot gevolg bij de onderneming die de aandelen uitgeeft.

### 3 Methode en data

De koersreacties op de aankondiging van een vervolgemissie onderzoeken we met een event study. Dit is een veelgebruikte methode om het aankondigingseffect te bepalen. Hierbij worden de abnormale returns bepaald die zich voordoen rond het tijdstip van de aankondiging. De dag van aankondiging is de event dag (dag 0). We nemen een estimation window van 135 dagen waarin de normale ofwel verwachte returns bepaald worden. Omdat er bij ons onderzoek rekening gehouden moet worden met mogelijke voorkennis is de event window vastgesteld op eenentwintig dagen [-10; 10].

De abnormale returns zijn het verschil tussen de werkelijke returns en de normale returns. De abnormale returns kunnen dus pas bepaald worden als de normale returns zijn vastgesteld. We bepalen de verwachte (normale) returns aan de hand van het 'market and risk adjusted model' (Brown en Warner,

1980, 1985; MacKinley, 1997). We toetsen tweezijdig omdat het niet duidelijk is of er uitsluitend negatieve abnormale returns mogen worden verwacht. Een aandelenemissie kan namelijk ook een positieve signaalwerking hebben door de beoogde investering (Asquith en Mullins, 1986). De nulhypothese wordt getoetst met een parametrische en een niet-parametrische toets. Voor de eerste nemen we de Student t-toets, voor de tweede is de Corrado rangtoets de meest gebruikelijke (Corrado, 1989). Deze laatste heeft als voordeel dat ze uitgevoerd kan worden ongeacht de scheefheid van de abnormale returns. Verder worden de resultaten minder beïnvloed door de variatie van de abnormale returns op de event dag.

In dit onderzoek worden vanaf januari 1991 tot en met mei 2006 alle vervolgemissies van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven onderzocht. Zowel 'vrije' emissies als claimemissies worden opgenomen. Om tot een lijst van events te komen is per onderneming aan de Amsterdamse effectenbeurs gekeken of er aandelenemissies waren die voldeden aan de volgende selectiecriteria:

- 1 de aankondigingsdatum moet achterhaald kunnen worden via beschikbare media;
- 2 het fonds mag geen beleggingsfonds zijn;
- 3 de returndata van de onderneming moeten beschikbaar zijn via Datastream.

De aankondigingsdatum is de eerste beursdag waarop een emissie bekend wordt op de effectenbeurs. Als bronnen voor de aankondigingsdata zijn gebruikt het NRC Handelsblad, BeleggersBelangen en de sites van de verschillende bedrijven. Na het toepassen van de bovenstaande selectiecriteria resteren zesenzestig emissies. Dat is aanzienlijk minder dan gebruikt kon worden in vergelijkbaar onderzoek voor de VS.

### 4 Resultaten

Tabel 1 geeft een overzicht van de gemiddelde abnormale returns in het event window. Vóór de aankondiging treden nauwelijks significante abnormale returns op. Alleen op grond van de Student t-toets is dat het geval, maar de returns zijn dan twee keer positief en één keer negatief. De abnormale returns op dag nul liggen rond de -1,5 procent. Vanaf dag nul vinden we afwisselend positieve en negatieve gemiddelde abnormale returns waarbij dag 8 een negatieve uitschieter is. De negatieve abnormale returns zijn significant op de event dag. Later in de event periode vinden we soms dat abnormale returns volgens de ene toets wel en volgens de andere niet significant zijn. Op grond van de gevonden resultaten kunnen we de nulhypothese verwerpen van geen abnormale returns op de event

dag. De gemiddelde abnormale returns in tabel 1 voor de event dag blijken aanzienlijk minder negatief te zijn dan die in de VS. Zo vinden Asquith en Mullins (1986) een significant gemiddelde abnormale returns van -3,0 procent, Masulis en Korwar (1986) -3,2 procent en Hess en Bhagat (1986) zelfs -4,0 procent.

**Tabel 1** Gemiddelde abnormale returns

t	gemiddelde abnormale return	Student t-toets	Corrado
-10	0,96%	1,662	2,260**
-9	-0,01%	-0,010	0,733
-8	0,34%	0,595	-0,539
-7	0,07%	0,128	0,113
-6	0,46%	0,793	0,564
-5	-0,29%	-0,511	-0,905
-4	1,09%	1,884*	1,082
-3	0,34%	0,588	1,480
-2	-1,04%	-1,806*	-0,930
-1	1,33%	2,305**	-0,379
<b>0</b>	<b>-1,54%</b>	<b>-2,680***</b>	<b>-1,895*</b>
1	1,45%	2,518**	0,172
2	-0,59%	-1,016	-0,426
3	1,20%	2,077**	2,072**
4	0,21%	0,365	2,330**
5	-1,27%	-2,197**	-2,570**
6	1,36%	2,367**	0,813
7	-0,17%	-0,288	1,002
8	-1,87%	-3,251***	-1,173
9	1,16%	2,015**	0,066
10	0,47%	0,817	1,477

Significantieniveau: \* = 10%, \*\* = 5%, \*\*\* = 1%

In tabel 2 staan de resultaten van de cumulatieve gemiddelde abnormale returns. In de aanloop naar de aankondiging van de emissie zijn positieve returns te zien van gemiddeld 3,2 procent. Deze zijn echter niet significant. Op dag nul worden significante abnormale returns gevonden. In de intervallen [0,1] en [0,2] zijn de returns nog steeds negatief, maar niet meer significant. De intervallen die hierop volgen tonen afwisselend positieve en negatieve returns. We kunnen dus aannemen dat de aankondiging van de emissie hier geen significante invloed meer heeft op de beurskoersen. De cumulatieve abnormale returns die Asquith en Mullins (1986) vinden zijn vergelijkbaar met de positieve returns binnen het interval [-10 tot -1] in onze studie. Deze positieve returns duiden op een kennelijk overtuigende communicatie met beleggers over de plannen die aan de emissie ten grondslag liggen. Ze ondersteunen tevens de visie van Dittmar en Thakor (2007).

**Tabel 2** Cumulatieve gemiddelde abnormale returns

t	cumulatieve gemiddelde abnormale return	Student t-toets	Corrado
-10 tot -1	3,24%	1,779	1,101
<b>0</b>	<b>-1,54%</b>	<b>-2,680***</b>	<b>-1,895*</b>
0 tot 1	-0,09%	-0,115	-1,219
0 tot 2	-0,68%	-0,680	-1,241
0 tot 3	0,52%	0,450	-0,039
0 tot 4	0,73%	0,566	1,007
0 tot 5	-0,54%	-0,380	-0,130
0 tot 6	0,83%	0,543	0,187
0 tot 7	0,66%	0,406	0,529
0 tot 8	-1,21%	-0,701	0,108
0 tot 9	-0,05%	-0,028	0,123
0 tot 10	0,42%	0,220	0,563
1 tot 10	1,96%	1,078	1,190

Significantieniveau: \* = 10%, \*\* = 5%, \*\*\* = 1%

Voor een gevoeligheidsanalyse ten aanzien van onze resultaten maken we een onderscheid tussen 33 bedrijven die aan de AEX of AMX genoteerd staan (hier als 'large caps' aangeduid) en 33 bedrijven die op de ASCX of de lokale markt verhandeld worden (hier als 'small caps' aangeduid). In vergelijkbaar onderzoek wordt er vooral gekeken naar de gevoeligheid tussen de verschillende soorten emissies (Masulis en Korwar, 1986) of er wordt een onderscheid gemaakt naar industriële en nutsbedrijven (Hess en Bhagat, 1986). Ons kleine databestand leent zich helaas niet voor dergelijke vergelijkingen. De resultaten van onze gevoeligheidsanalyse zijn vermeld in tabel 3. We vinden alleen bij de large caps significant abnormale returns op de aankondigingsdag,  $t=0$ . De cumulatieve abnormale returns nemen hierna snel af en schommelen rond nul. De abnormale returns van de small caps zijn afwisselend positief en negatief. Voor het interval [-10,-1] worden positieve abnormale returns gevonden van ruim 5 procent. Deze returns zijn consistent met de opvatting dat managers vervolgemissies bewust timen. Vervolgens worden voor de aankondigingsdatum negatieve abnormale returns gevonden, maar deze blijken niet significant. Na de aankondiging vinden we bij de small caps enkele significant abnormale returns, die afwisselend positief en negatief zijn. Terugkomend op de nulhypothese van geen abnormale returns op de event dag naar aanleiding van een vervolgemissie kunnen we constateren dat deze verworpen moet worden voor large caps. Voor small caps nemen we de nulhypothese aan. Een verschillenanalyse leert evenwel dat – gegeven de kleine omvang van de geteste groepen – de nulhypo-

**Tabel 3** Gevoeligheidsanalyse AEX-AMX en ASCX ondernemingen

t	AEX+AMX ondernemingen			ASCX ondernemingen		
	cumulatieve gemiddelde abnormale returns	Student t-toets	Corrado	cumulatieve gemiddelde abnormale returns	Student t-toets	Corrado
-10 tot -1	0,92%	0,392	0,088	5,36%	1,837*	0,308
0	-1,71%	-2,313**	-2,427**	-1,46%	-1,580	-0,739
0 tot 1	-1,41%	-1,350	-1,420	1,14%	0,876	-0,879
0 tot 2	-0,96%	-0,747	-0,412	-0,44%	-0,277	-1,947*
0 tot 3	-0,52%	-0,350	0,164	1,51%	0,820	-0,918
0 tot 4	-0,37%	-0,221	0,892	1,90%	0,923	-0,247
0 tot 5	-0,58%	-0,319	0,668	-0,39%	-0,175	-1,682
0 tot 6	-0,22%	-0,114	1,053	1,99%	0,815	-1,675
0 tot 7	0,18%	0,084	1,506	1,27%	0,486	-1,871*
0 tot 8	-0,35%	-0,156	1,109	-1,92%	-0,695	-2,286**
0 tot 9	-0,56%	-0,237	0,707	0,61%	0,211	-2,095**
0 tot 10	-0,32%	-0,131	0,995	1,34%	0,438	-1,953*

Significantieniveau: \* = 10%, \*\* = 5%, \*\*\* = 1%

these niet verworpen kan worden en dat er dus geen significant verschil is tussen large en small caps.

Interessant is natuurlijk de vraag wat de achtergrond zou kunnen zijn van de verschillen tussen de geringere koersreactie in Nederland in vergelijking met die in de VS. Om de verschillen exact te kunnen bepalen, zou overigens het best een simultaan onderzoek verricht kunnen worden, gecompleteerd met een verschillentoets. Gezien de aard van de probleemstelling van ons artikel zien we daarvan af maar relateren we de reacties aan de in paragraaf 2 'Achtergronden' gegeven verklaringen.

De eerste verklaring is het belastingvoordeel. Omdat het belastingtarief in de VS lager is dan in Nederland mag verwacht worden dat een daling van de verhouding tussen vreemd vermogen en totaal vermogen in ons land tot meer belastingnadeel leidt dan in de VS. We zouden op grond hiervan dus een sterkere negatieve reactie verwachten in Nederland dan in de VS, hetgeen niet het geval is. Deze verklaring lijkt dus af te vallen.

De tweede verklaring is de signaalwerking van de emissie. Het signaal werkt in beide landen negatief uit, maar sterker in de VS dan in Nederland. Beleggers in de VS reageren blijkbaar heftiger op veranderingen in de schuldratio en diversificatie van het aandelenbezit van managers dan Nederlandse beleggers. De achtergronden hiervan zouden nader onderzocht moeten worden.

De derde verklaring is de adverse selection-theorie. Hier speelt overwaardering een rol. In de VS wordt de

koers na emissie sterker bijgesteld dan in Nederland, hetgeen volgens deze verklaring zou impliceren dat er in de VS meer rationele beleggers zijn dan in ons land of dat men er heftiger reageert. Of dit het geval is, is onderwerp van aparte studie.

De vierde verklaring is die over de mate van congruentie tussen manager en belegger. Gezien de veel sterker negatieve reactie in de VS op aandelenemissies lijkt het alsof er aldaar meer onenigheid bestaat over de aard en omvang van investeringsplannen dan in Nederland. Deze verklaring past goed in het beeld van het poldermodel van de Nederlandse economie. Het blijkt dat de tweede, derde en vierde verklaring niet in tegenspraak lijken te zijn met de door ons gesignaleerde gematigder respons bij een aandelenemissie van beleggers in Nederlandse aandelen dan van beleggers in aandelen in de VS.

## 5 Conclusie

We hebben een beeld geschetst van de abnormale returns bij vervolgemissies ('seasoned equity offerings'). Hiertoe is onderzoek gedaan naar de waarde-effecten van zesenzestig aandelenemissies van ondernemingen die aan de Amsterdamse aandelenbeurs genoteerd staan van januari 1991 tot mei 2006. De nulhypothese dat een vervolgemissie geen abnormale returns tot gevolg heeft is getest met een event study. Voor het 'market and risk adjusted model' kan deze nulhypothese verworpen worden. Vervolgmissies hebben op de event dag een significant negatieve invloed op de koersen van aandelen die genoteerd



staan aan de Amsterdamse aandelenmarkt in de periode 1991-2006. Verder blijkt dat de nulhypothese voor large caps verworpen kan worden, maar voor small caps niet.

Wanneer de resultaten vergeleken worden met eerder onderzoek, blijken de gevonden negatieve abnormale returns tamelijk beperkt te zijn, zeker in vergelijking met de VS. Met de in dit artikel behandelde verklaringen voor een negatieve reactie van beleggers op een aandelenemissie proberen we dit verschil te verklaren. Het zou dan impliceren dat beleggers in de VS sterker reageren op veranderingen in de schuldratio en diversificatie van het aandelenbezit van managers dan Nederlandse beleggers, dat beleggers in de VS 'rationeler' reageren dan in Nederland, en dat er meer overeenstemming is tussen managers en beleggers over de aard en omvang van reële investeringen bij Nederlandse ondernemingen dan bij investeringen door ondernemingen in de VS. Vervolgonderzoek zou kunnen uitwijzen wat de bepalende factoren zijn bij de verschillen in abnormale returns bij de aankondiging van vervolgemissies in Nederland en de VS. ■

## Literatuurlijst

- Asquith, P. en D.W. Mullins (1986), Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 61-89.
- Baker, M.P., en J. Wurgler (2002), Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1-32.
- Brown, S., en B. Warner (1980), Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 205-258.
- Brown, S., en B. Warner (1985), Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 3-31.
- Corrado, C. J. (1989), A non-parametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 385-395.
- Dittmar, A., en A.V. Thakor (2007), Why do firms equity? *Journal of Finance*, vol. 62, pp. 1-54.
- Fama, E.F., en K.R. French (2005), Financing decisions. Who issues stock? *Journal of Financial Economics*, vol. 76, pp. 549-582.
- Hess, A.C., en S. Bhagat (1986), Size effects of seasoned stock issues: empirical evidence. *Journal of Business*, vol. 59, pp. 567-584.
- Korajczyk, R.A., D.J. Lucas, en R.L. McDonald (1991), The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues. *Review of Financial Studies*, vol. 4, pp. 685-708.
- Lee, I. (1997), Do firms knowingly sell overvalued equity? *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1439-1466.
- Leland, H., en D. Pyle (1977), Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 371-387.
- Loughran, T., en J.B. Ritter (1995), The new issue puzzle. *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 23-51.
- Loughran, T., en J.B. Ritter (1997), The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1823-1850.

MacKinlay, A. (1997), Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp. 13-39.

Masulis, R.W., en A.N. Korwar (1986), Seasoned equity issues; an empirical investigation. *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 91-118.

Meidan, D. (2005), A Re-Examination of Price Pressure Around Seasoned Equity Offerings, Working Paper, Beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=534942>.

Modigliani, F., en M. Miller (1958), The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.

Myers, S.C., en N.S. Majluf (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.

Scholes, M.S. (1972), The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information of share prices. *Journal of Business*, vol. 45, pp. 179-211.

Schultz, P., en M. Zaman (2001), Do the individuals closest to internet firms believe they are overvalued? *Journal of Financial Economics*, vol. 59, pp. 347-381.

Teoh, S.H., I. Welch, en T.J. Wong (1998), Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, vol. 50, pp. 63-99.

## Noot

- 1 Er wordt in de literatuur een onderscheid gemaakt tussen *seasoned equity offerings* en *secondary equity offerings*. Met het eerste doelt men op vervolgemissies, met het tweede op het verkopen van aanzienlijke aandelenpakketten door 'insiders'. In ons onderzoek richten we de aandacht op vervolgemissies (*seasoned equity offerings*).